

数列天下——淘宝直播“带货矩阵”月度跟踪报告

上游供给端加速出清，头部主播 流量护城河高筑

中信证券研究部

张若海（数据科技首席分析师）

2020-09-14

- **流量回顾整体观察——直播上游供给端加速出清，竞争格局激烈优胜劣汰。**直播眼8月份数据显示，淘宝直播店铺总数为217.36万家，日均开播店铺数为7.01万家，环比下降17.13%；总直播商品件次为4598.18万件（含重复计算），日均投放商品数148.33万件，环比下降16.31%。期间店铺总直播时间达758.66万小时，环比减少15.49%。TOP100主播8月直播时长为1.9万小时，较上月下降14.84%，日均直播时长为6.56小时，较上月下降0.89小时。8月日均带货商品数52.3件，较上月减少11.1件，减少17.51%。8月客均单价提升至370元，较上月增加24.4元，环比提升7.04%。
- **TOP100带货矩阵——美妆护肤、女装童装和黄金珠宝环比增长明显。**据淘宝直播和直播眼中排行榜TOP100的主播带货商品品类统计数据显示，女装/女士精品品类占比虽仍遥遥领先，但整体呈现下降趋势，8月较上月下降0.47pcts；除此外，占比排名靠前的品类分别是美容护肤/美体/精油、彩妆/香水/美妆工具、珠宝/钻石/翡翠/黄金等。8月TOP100的主播直播带货品类占比提升最快的分别是珠宝/钻石/翡翠/黄金、彩妆/香水/美妆工具、美容护肤/美体/精油、以及洗护清洁剂/卫生巾/纸/香薰等。从价格区间数据来看，近5个月以来，主播带货500元以下的商品占比不断下降，而2000元以上的高端商品占比不断提升，高端商品占比从年初的9.72%提升至16.9%；从品牌角度看，品牌类商品8月无折扣占比达到47.63%，显著低于白牌类商品的82.46%，折扣叠加品牌影响力助力头部主播和店铺实现双赢。
- **头部主播精细观察——李佳琦与薇娅核心人气指标优异，TOP10主播核心地位稳固。**根据8月份直播眼的UV TOP10榜单中，李佳琦Austin重回榜首，薇娅viya滑落第二名；从数据来看，李佳琦Austin与薇娅viya在粉丝数、PV、UV、时均UV等核心人气指标上较3-10名有较大领先优势，人气与专业铸就护城河；南风Cheney本月签约MCN机构晨聚，TOP10主播中仅一位主播祖艾妈未签约MCN机构，TOP10主播的签约率达90%。
- **上市公司折扣矩阵的对比——除了国产美妆护肤品牌外，上市公司品牌在Top20主播的投放力度均有所下降。**在淘宝直播Top100带货矩阵中归纳出美妆护肤、家用电器、休闲食品、生活用纸、黄金首饰、品牌服饰等六大板块（包含19家A股和4家H股上市公司），从投放量来看，兰蔻、雅诗兰黛、完美日记、长虹美菱、老庙等上市公司的投放量有所提升，家用电器、生活用纸、黄金首饰、品牌服饰等行业大部分的上市公司投放量有所下降；从折扣率来看，国外大牌美妆护肤、生活用纸、休闲零食、家用电器折扣率有所提升，黄金首饰、品牌服饰等折扣率有所下降；从带货主播结构来看，除了国产美妆护肤品牌外，其他板块Top20主播投放力度均大幅下降，其中Top20主播投放力度加大的公司有：珀莱雅、丸美、盐津铺子、洁柔、老庙。
- **风险因素：**政策监管趋严风险、MCN机构竞争加剧、直播电商进度不及预期等

CONTENTS

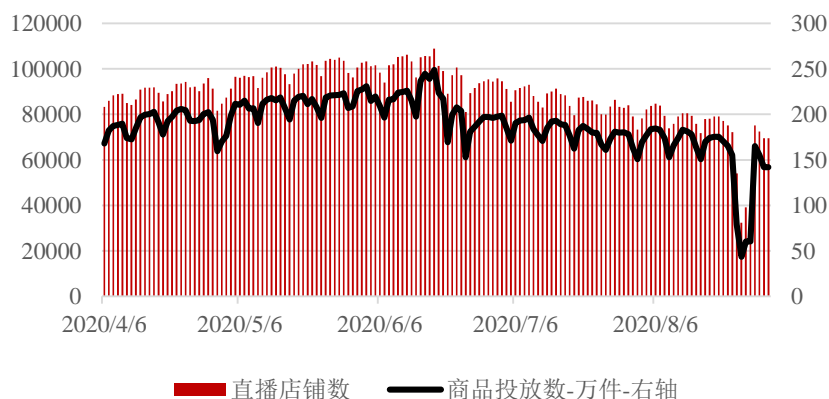
目录

1. 流量回顾整体观察——上游供给持续回落，竞争激烈优胜劣汰
2. 品类数据整体回顾——珠宝黄金、彩妆护肤等品类环比增长显著
3. 现象级主播精细观察——佳琦与薇娅核心数据优异，护城河稳固
4. 细分行业带货产品数据明细附注
5. 风险因素

1 流量回顾：上游供给持续回落，竞争激烈优胜劣汰

- **8月超217.36万家店铺投放商品4598.18万件次，直播时长758.66万小时：**直播眼8月份数据显示，淘宝直播店铺总数为217.36万家，日均开播店铺数为7.01万家，环比下降17.13%，期间最高开播店铺数达8.47万家，较上月减少11106家。总直播商品件次为4598.18万件（含重复计算），日均投放商品数148.33万件，环比下降16.31%，期间最高投放商品数为184.53万件/日。期间店铺总直播时间达758.66万小时，环比减少15.49%。
- **场均投放商品数较上月提升5.56%，店均投放商品数较上月不变：**直播眼8月份数据显示，直播场均投放商品数为38件，较上月增加2件；店均投放商品数为21件，较上月不变。

淘宝直播店铺数与商品投放数

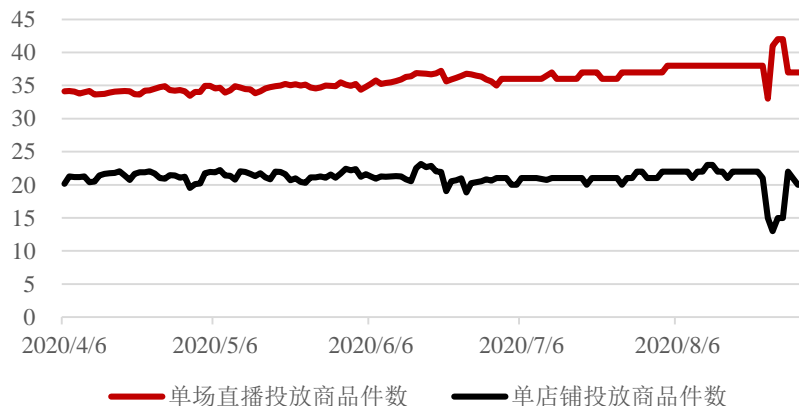


资料来源：直播眼、达人记、中信证券研究部数据科技组

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

场均、店均投放商品数

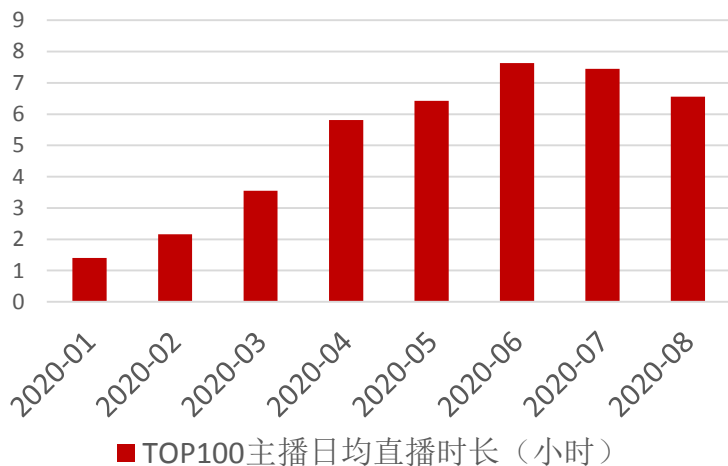


资料来源：直播眼、达人记、中信证券研究部数据科技组

1 流量回顾：头部主播8月日均直播时长较上月下降0.89小时，日均带货商品数较上月减少11.1件

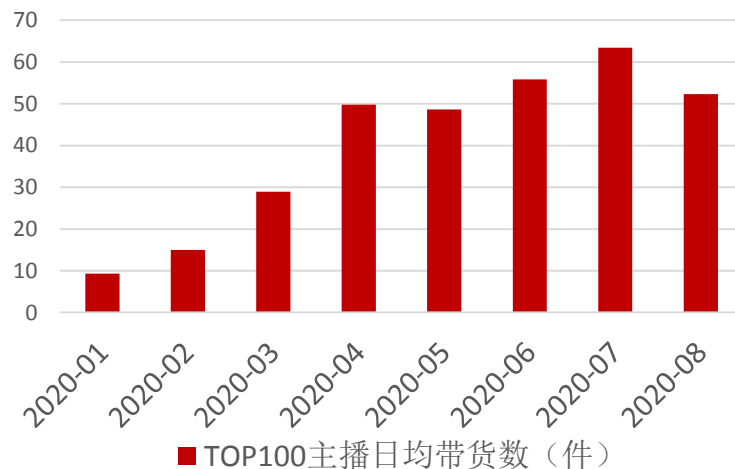
- TOP100主播8月日均直播时长为6.56小时，较上月下降0.89小时：直播眼8月数据显示，TOP100主播8月直播时长为1.9万小时，较上月下降14.84%，日均直播时长为6.56小时，较上月下降0.89小时。8月日均带货商品数52.3件，较上月减少11.1件，减少17.51%。

TOP100主播日均直播时长（小时）



资料来源：淘宝直播、直播眼、中信证券研究部数据科技组

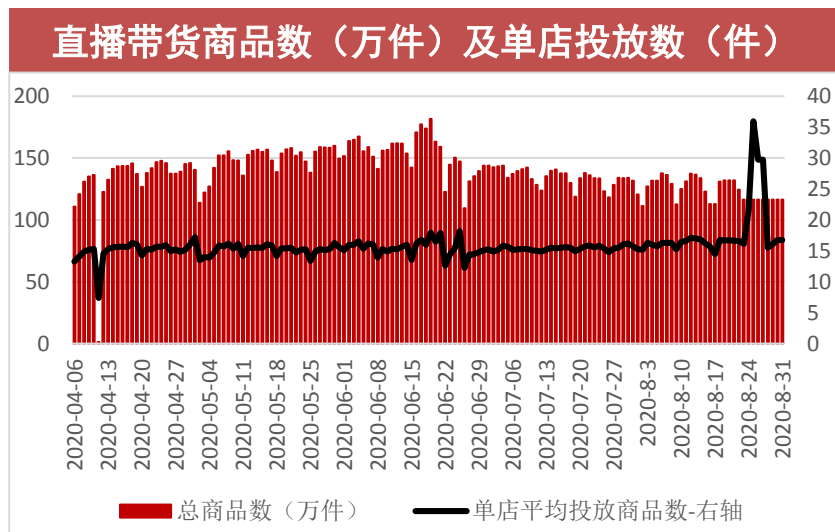
TOP100主播日均带货数（件）



资料来源：淘宝直播、直播眼、中信证券研究部数据科技组

1 流量回顾：8月客均单价达370元，环比提升24.4元

- **8月日均投放总商品数124.24万件，单店日均投放商品数为16件：**直播眼8月份数据显示，日均投入总商品数为124.24万件（不含重复），环比下降4.78%，单店日均投放商品数为16件，较上月增加1件。
- **8月客均单价为370元，环比提升7.04%：**直播眼8月数据显示，月客均单价提升至370元，较上月增加24.4元，环比提升7.04%。



资料来源：直播眼、达人记、中信证券研究部数据科技组

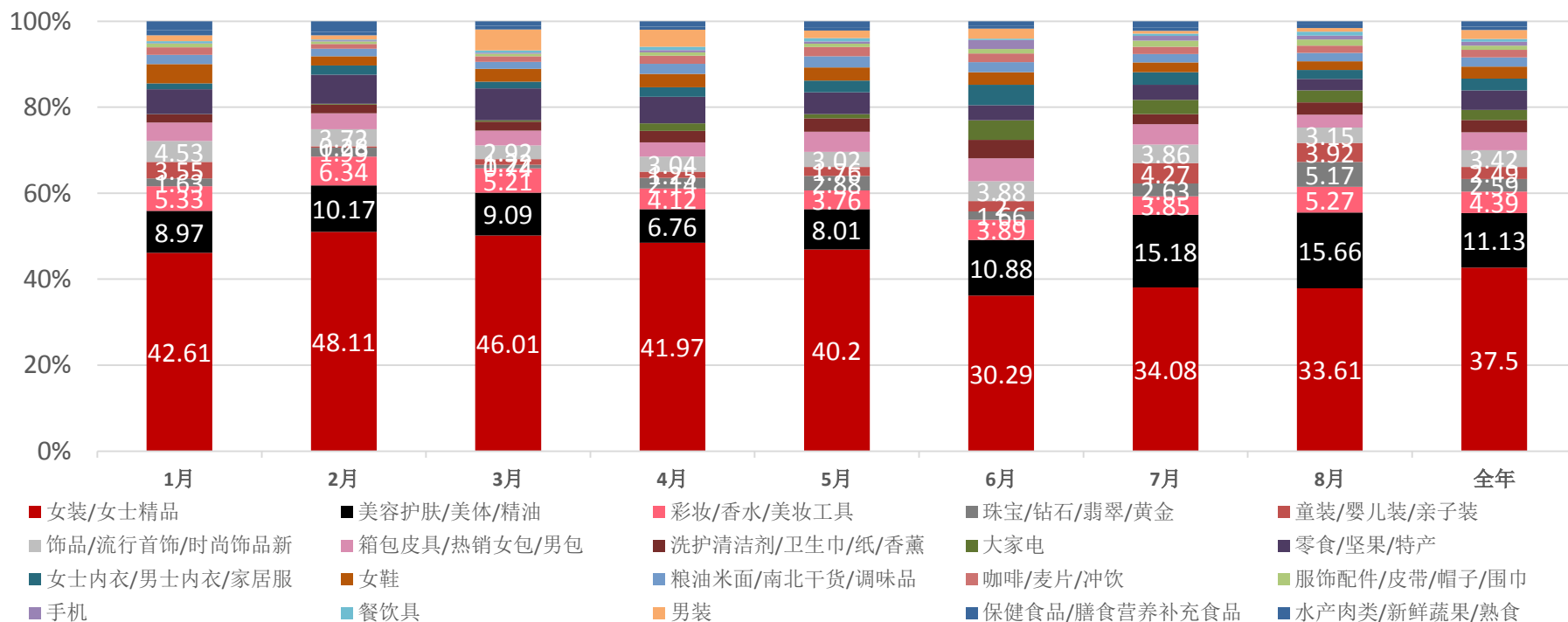


资料来源：直播眼、达人记、中信证券研究部数据科技组

2 品类回顾：8月珠宝、彩妆、美容护肤等品类环比增长显著

- 女装和美妆等女性相关商品为淘宝直播带货的核心品类：直播眼排行榜TOP100的主播带货商品品类统计数据显示，女装/女士精品品类占比虽仍遥遥领先，但整体呈现下降趋势，8月较上月下降0.47pcts；除此外，占比排名靠前的品类分别是美容护肤/美体/精油、彩妆/香水/美妆工具、珠宝/钻石/翡翠/黄金等。
- 8月带货矩阵显示，珠宝/钻石/翡翠/黄金、彩妆/香水/美妆工具、美容护肤/美体/精油环比增长明显：直播眼8月份数据显示，TOP100的主播直播带货品类占比提升最快的分别是珠宝/钻石/翡翠/黄金、彩妆/香水/美妆工具、美容护肤/美体/精油、以及洗护清洁剂/卫生巾/纸/香薰等。

TOP100主播带货前20大品类分布情况

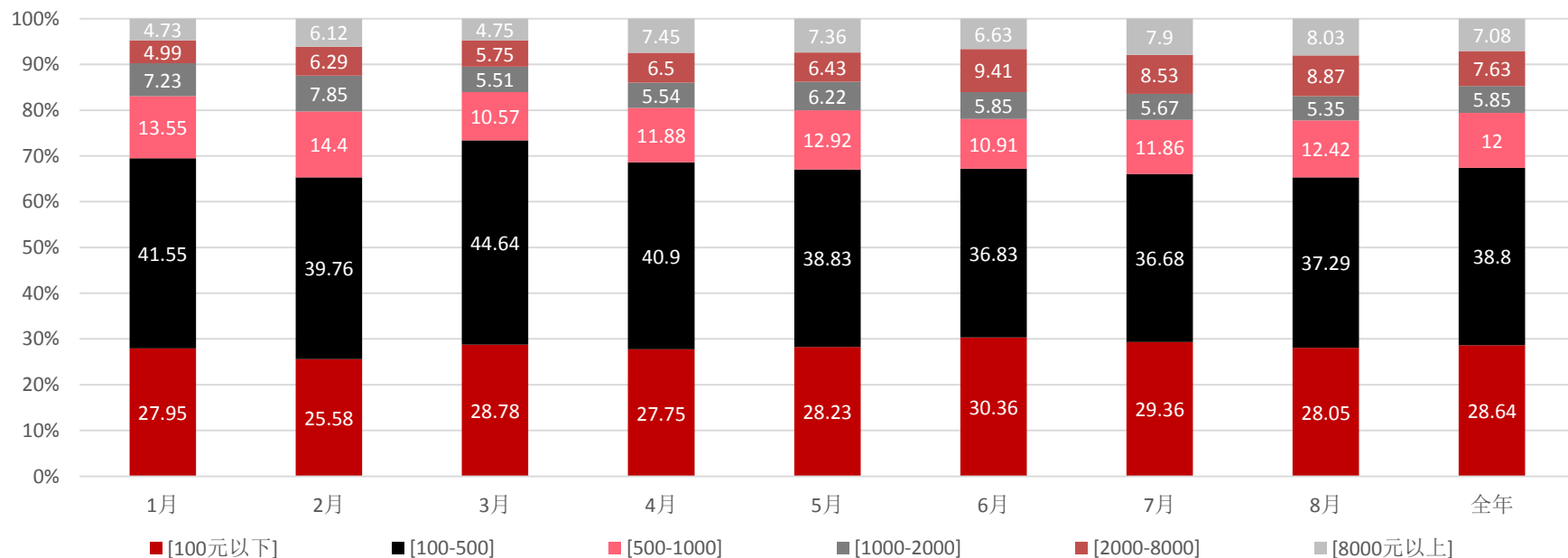


资料来源：淘宝直播、直播眼、达人记、中信证券研究部数据科技组

2 品类回顾：100-500元价位为带货主流商品，2000元以上高端商品占比持续提升

- **100-500元价位商品为带货主流商品，占比约为37.29%：**淘宝直播和直播眼的8月数据显示，从TOP100主播带货商品价格区间来看，低价商品占比有所回落，8000元以上的高端商品占比持续提升。具体来看，超过8000元以上的占比约8.03%，环比提升0.13pct；2000-8000元价格区间的商品占比约8.87%，环比提升0.34pct；1000-2000元价格区间的商品占比约5.35%，环比提升0.34pct；500-1000元价格区间的商品占比约12.42%，环比提升0.56pct；100-500元价格区间的商品占比约37.29%，环比提升0.61pct；100元以下价格区间的商品占比约28.05%，占比下降1.31pcts。

TOP100主播带货商品价格区间

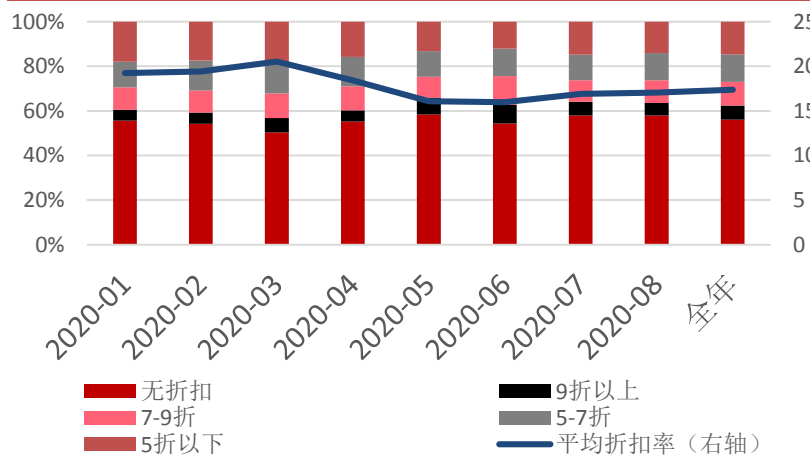


资料来源：淘宝直播、直播眼、达人记、中信证券研究部数据科技组

2 品类回顾：品牌推广与销售促销效应兼具

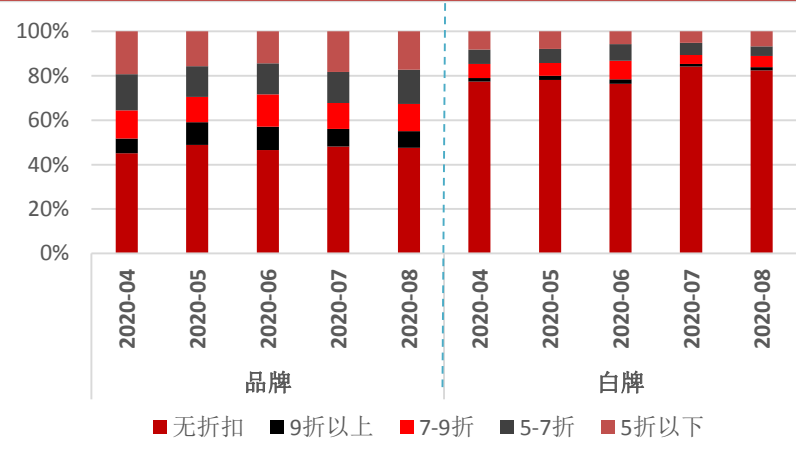
- **直播带货的整体折扣力度稳重有升：**在3-5月TOP100主播带货商品的平均折扣率大幅下降后，6-8月带货商品的平均折扣率趋于平稳，表明随着直播粉丝群体达到一定规模，且消费习惯养成后，其折扣力度达到相对均衡。整体来看，全年的平均折扣率为17.39%，8月份的平均折扣率为17.05%。8月份TOP100主播带货的商品中，57.88%的商品未提供折扣优惠，较上月下降0.1pct，而在有折扣优惠的42.12%的商品中，15.83%的商品促销7折以上，较上月提升0.13pct；14.12%的商品促销5折以下，较上月环比下降0.59pcts。
- **从品牌角度看，品牌商品高折扣与无折扣占比双高明显，折扣+品牌助力头部主播实现双赢：**淘宝直播数据显示，品牌类商品8月无折扣占比达到47.63%，较上月下降0.53pct，半价折扣以上商品的占比为17.23%，较上月下降1.07pcts，整体呈现无折扣与高折扣占比双高特征，而白牌类商品无折扣占比约为82.46%，折扣商品占比明显低于品牌商品。对于品牌厂商而言，折扣商品尤其是高折扣商品的投放叠加头部主播效应，有利于发挥其品牌传播和推广的效应。

1-8月TOP100主播带货商品折扣力度



资料来源：淘宝直播、直播眼、中信证券研究部数据科技组

4-8月TOP100带货商品中品牌与白牌折扣力度

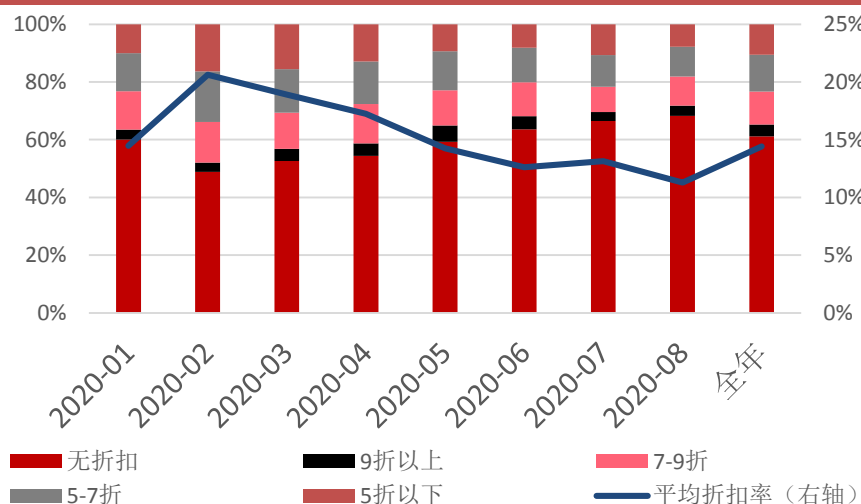


资料来源：淘宝直播、直播眼、中信证券研究部数据科技组

2 品类回顾：价格区间商品折扣——8月500元以上商品折扣率持续上升

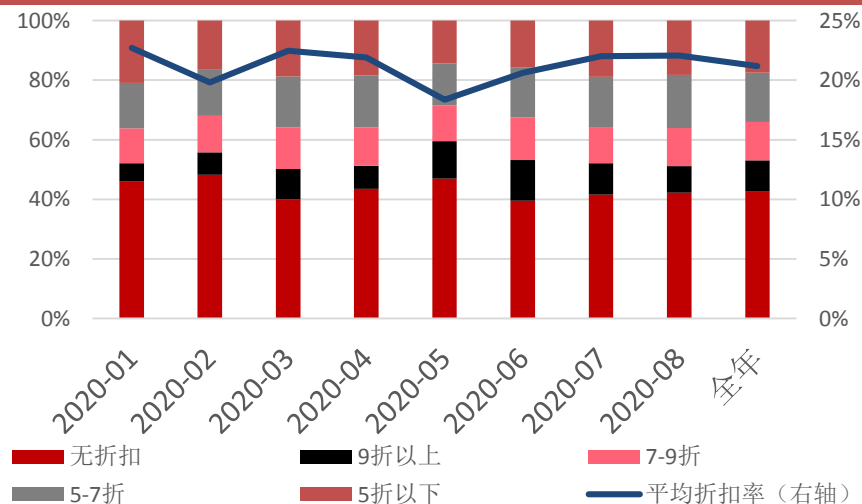
- **0-500元低价位商品折扣率有所分化：**淘宝直播数据显示，100元以下的商品中38.87%有折扣优惠，年初至今的平均折扣率为14.41%，商品折扣率持续降低；100-500元的商品中57.2%有折扣优惠，且折扣率基本维持在22%左右。
- **500-2000元低价位商品折扣率趋势往上：**淘宝直播数据显示，500-1000元和1000-2000元价位分别有40.35%和34.12%的商品提供折扣优惠，且8月商品折扣率均有所上升。
- **2000-8000元中高价位商品折扣率趋势往上：**淘宝直播数据显示，中高价位的商品有37.14%提供了折扣优惠，8月折扣率回升到13%。
- **8000元以上高价位商品折扣率趋势往上：**淘宝直播数据显示，仅13.58%的高价位商品享有折扣优惠，近3月其折扣率有明显上升趋势；8000元以上的商品折扣率显著低于其他价位的商品，反映出目标客户对高价位商品折扣的敏感性不高。

100元以下商品折扣率分布及平均折扣率



资料来源：淘宝直播、直播眼、中信证券研究部数据科技组

100-500元商品折扣率分布及平均折扣率

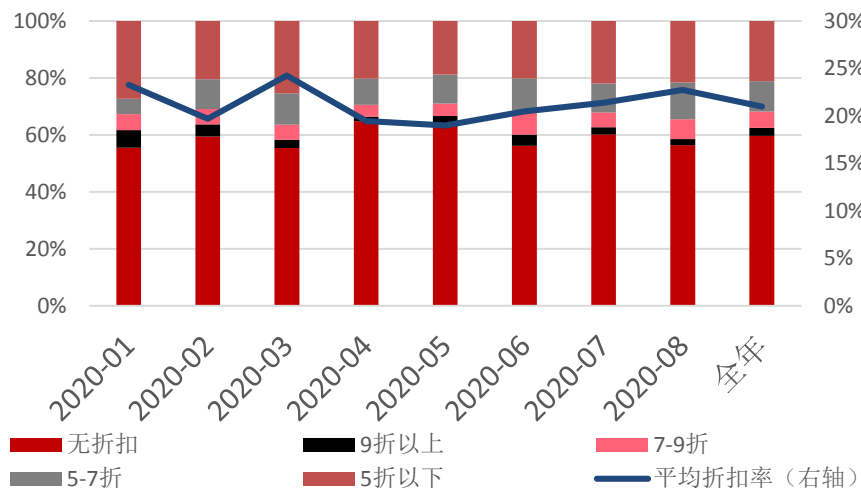


资料来源：淘宝直播、直播眼、中信证券研究部数据科技组

注：仅以TOP100主播带货商品进行计算。

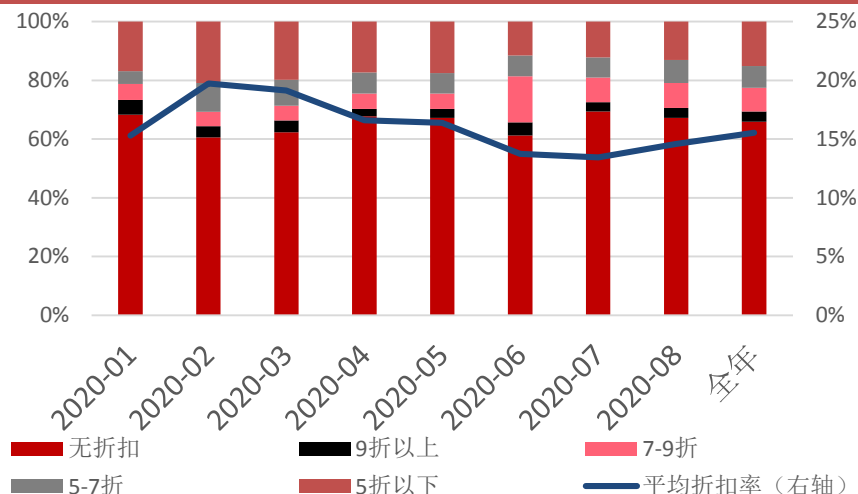
2 品类回顾：价格区间商品折扣

500-1000元商品折扣率分布及平均折扣率



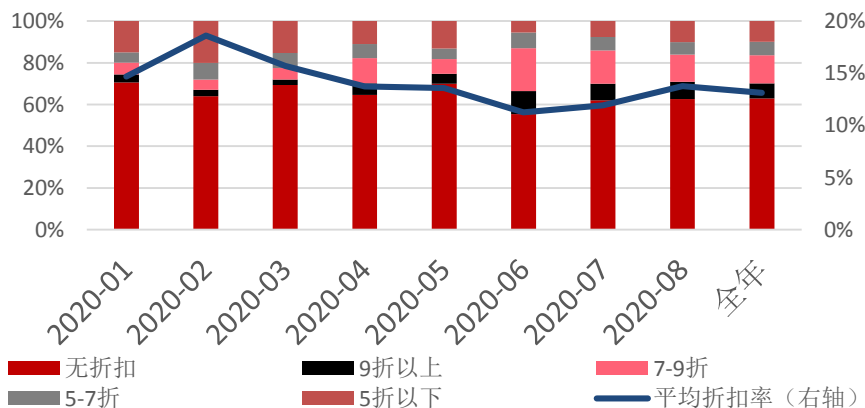
资料来源：淘宝直播、直播眼、中信证券研究部数据科技组

1000-2000元商品折扣率分布及平均折扣率



资料来源：淘宝直播、直播眼、中信证券研究部数据科技组

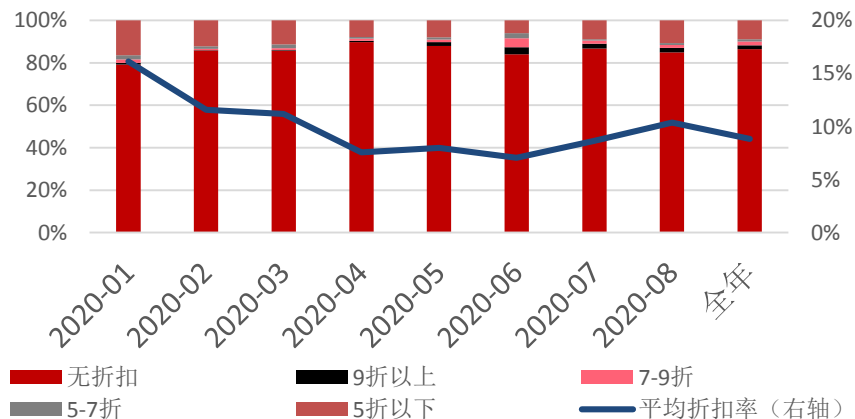
2000-8000元商品折扣率分布及平均折扣率



资料来源：淘宝直播、直播眼、中信证券研究部数据科技组

注：仅以TOP100主播带货商品进行计算。

8000元以上商品折扣率分布及平均折扣率

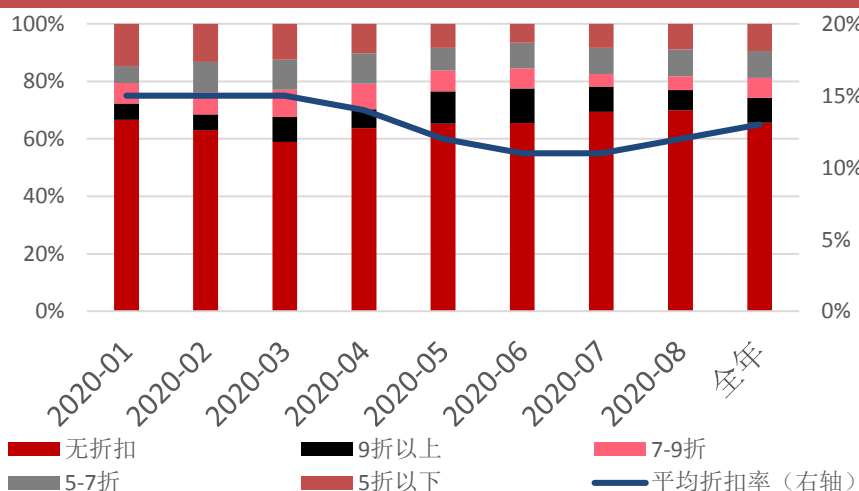


资料来源：淘宝直播、直播眼、中信证券研究部数据科技组

2 品类回顾：TOP10带货品类商品折扣

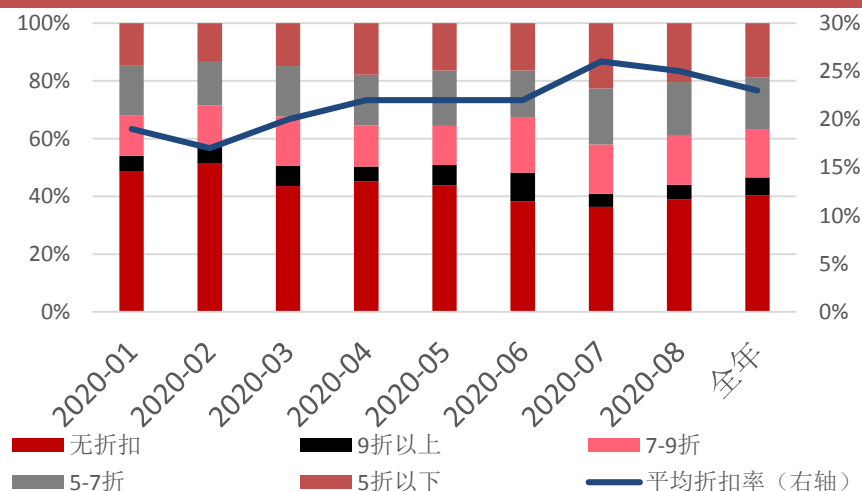
- 必需消费品折扣占比大，竞争激烈，箱包珠宝护肤等可选消费品差异化竞争，让利幅度小：淘宝直播和直播眼数据显示，TOP100主播的前10大带货品类中，食品和家用类等必需消费品的60%-80%商品有折扣优惠；女装童装、箱包皮具、饰品珠宝等可选消费品类折扣商品占比仅在20%-40%之间。
- 饰品箱包品类商品折扣力度加大，美容护肤品类商品折扣力度有所上升，日用产品类商品折扣稳定：TOP100主播的前10大带货品类显示，8月女装女士精品、珠宝黄金、饰品流行首饰、箱包皮具、洗护清洁剂卫生巾等品类折扣力度加大，美容护肤精油、彩妆香水美妆工具、童装婴儿装亲子装、零食坚果特产等品类优惠力度有所下降，大家电等品类折扣稳定。

女装女士精品折扣率分布及其平均折扣率



资料来源：淘宝直播、直播眼、中信证券研究部数据科技组

美容护肤美体精油折扣率分布及其平均折扣率

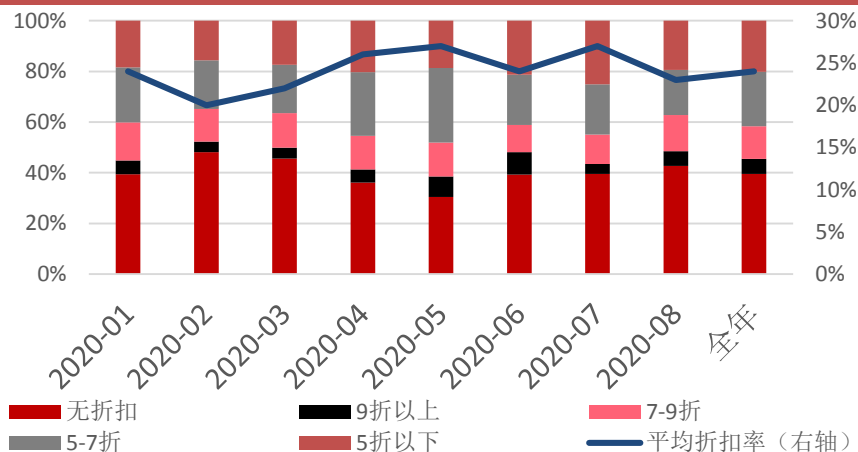


资料来源：淘宝直播、直播眼、中信证券研究部数据科技组

注：仅以TOP100主播带货商品进行计算。

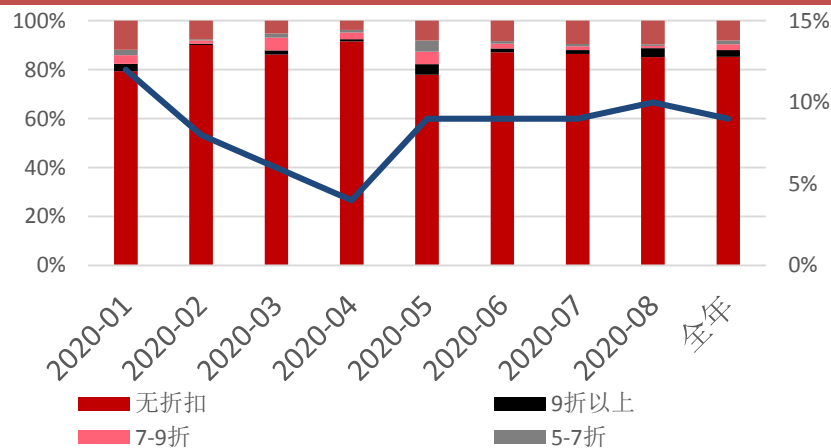
2 品类回顾：TOP10带货品类商品折扣

彩妆香水美妆工具折扣率分布及其平均折扣率



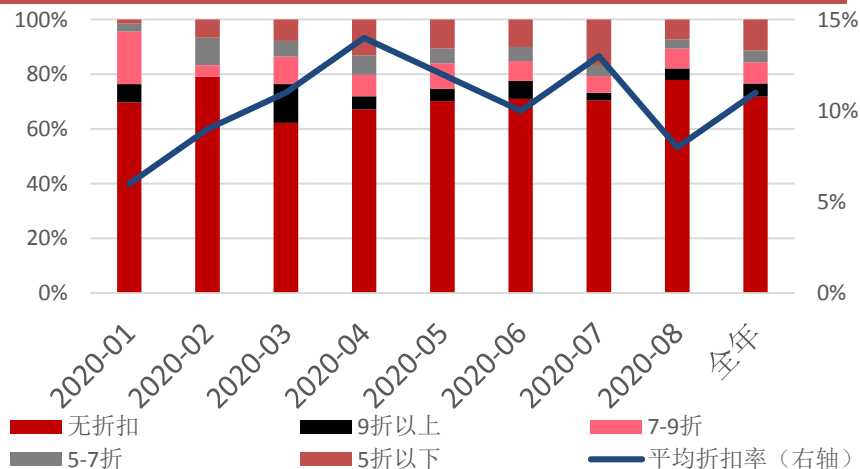
资料来源：淘宝直播、直播眼、中信证券研究部数据科技组

珠宝钻石翡翠黄金折扣率分布及其平均折扣率



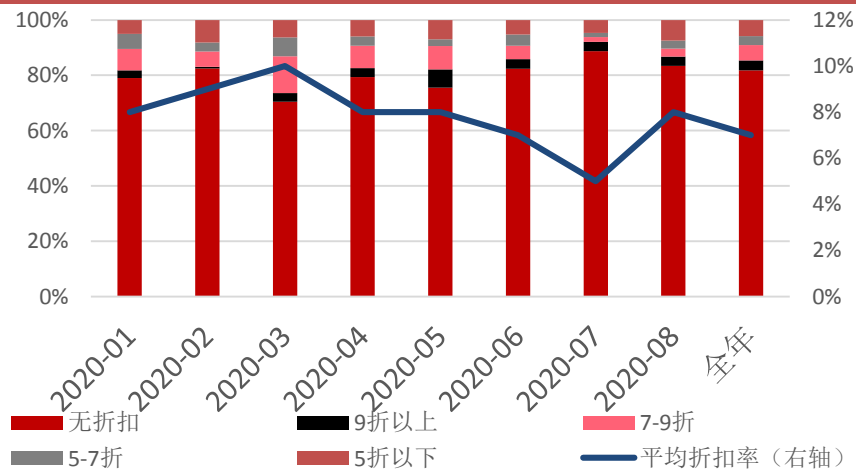
资料来源：淘宝直播、直播眼、中信证券研究部数据科技组

童装婴儿装亲子装折扣率分布及其平均折扣率



资料来源：淘宝直播、直播眼、中信证券研究部数据科技组

饰品流行首饰时尚饰品折扣率分布及其平均折扣率

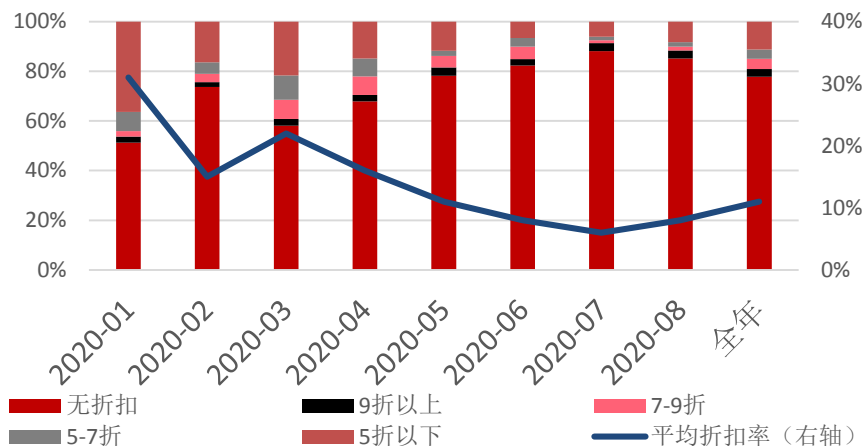


资料来源：淘宝直播、直播眼、中信证券研究部数据科技组

注：仅以TOP100主播带货商品进行计算。

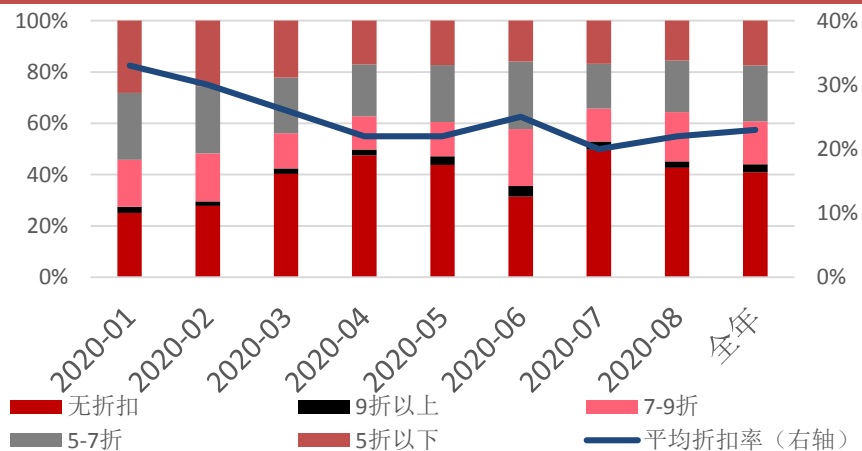
2 品类回顾：TOP10带货品类商品折扣

箱包皮具热销女包男包折扣率分布及其平均折扣率



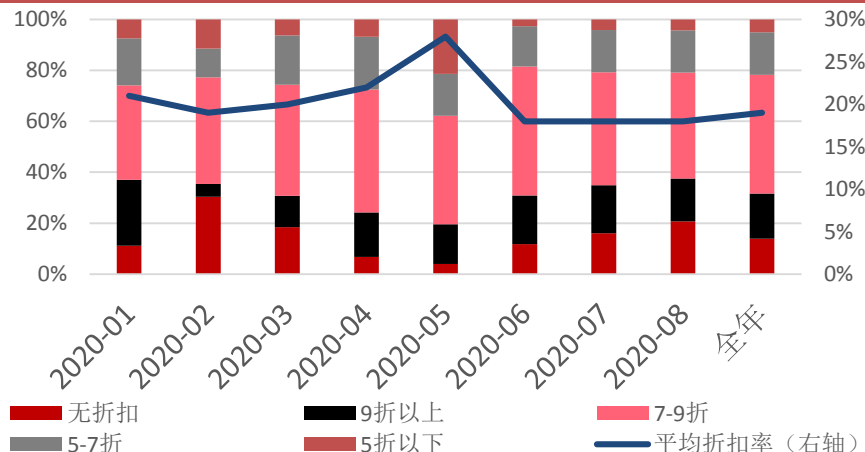
资料来源：淘宝直播、直播眼、中信证券研究部数据科技组

洗护清洁剂卫生巾纸香薰折扣率分布及其平均折扣率



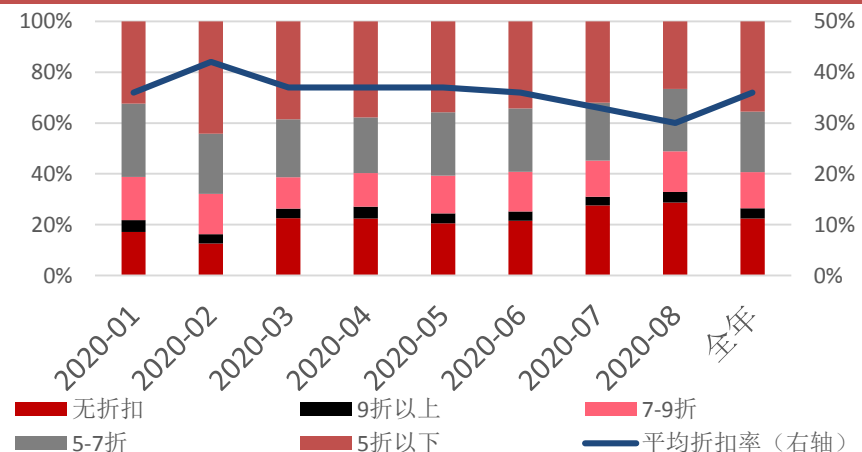
资料来源：淘宝直播、直播眼、中信证券研究部数据科技组

大家电折扣率分布及其平均折扣率



资料来源：淘宝直播、直播眼、中信证券研究部数据科技组

零食坚果特产折扣率分布及其平均折扣率



资料来源：淘宝直播、直播眼、中信证券研究部数据科技组

3 现象主播回顾：李佳琦重回琅琊榜首，TOP10主播核心地位稳固

- 李佳琦Austin与薇娅viya保持榜单前2，粉丝数量庞大，护城河稳固：根据截至8月31日的直播眼数据，UVTOP10榜单中，李佳琦Austin与薇娅viya居直播热度榜前两位，粉丝数分别达到2953.04万和3023.14万，本月观看人次分别为1.02亿和0.83亿人次，开播时长分别为58.98小时和75.2小时，月合作商家数分别为381家和450家次。从数据来看，李佳琦Austin与薇娅viya在粉丝数、PV、UV、时均UV等核心人气指标上较3-10名有较大领先优势，护城河稳固；小翹小BABY本月直播43场，总时长达194小时获得第一；恩佳N新进TOP10宝座；此外，南风Cheney本月签约MCN机构晨聚，TOP10主播中仅一位主播祖艾妈未签约MCN机构，TOP10主播的签约率达90%。

全网5月TOP10主播直播情况（按时UV）

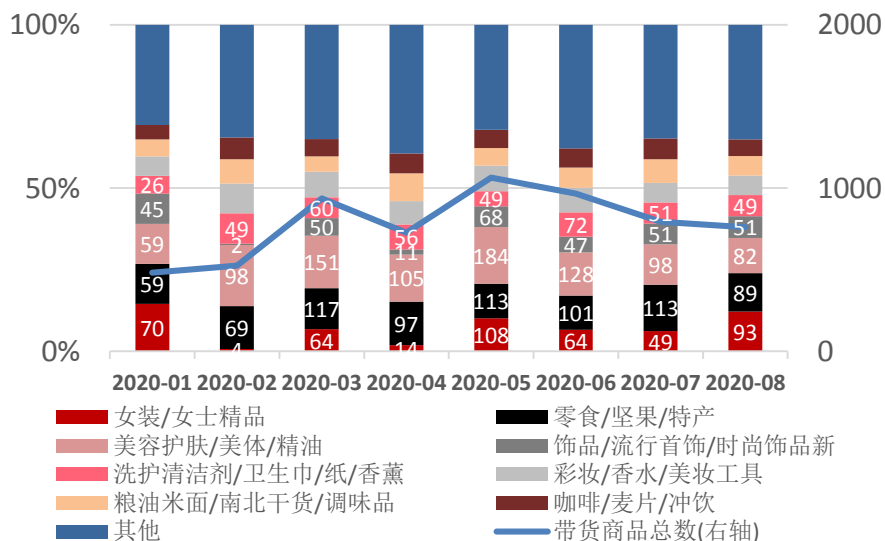
排序	主播	粉丝数 (万人)	PV (万)	UV (万)	本月直播 场次	本月合作商 家次数	本月播出总时 长 (小时)	时均UV	投放商品数	签约机构	较上月排名 变化
1	李佳琦Austin	2953.04	25670.52	10221.46	18	381	58.98	1733039	469	美腕	1
2	薇娅viya	3023.14	33375.78	8338.41	20	450	75.2	1108831	761	谦寻文化	-1
3	雪梨_Chérie	1666.97	9044.66	5475.05	14	103	63.97	855878	893	宸帆	2
4	烈儿宝贝	624.55	9311.39	2918.03	21	305	93.64	311622	997	君盟	2
5	南风Cheney	972.39	6946.72	2687.06	23	62	135.9	197723	1469	晨聚	2
6	Timor小小疯	423.43	5704.28	2276.48	14	55	77.2	294881	846	枫宸	-3
7	小翹小BABY	68.67	2597.09	1923.48	43	123	193.89	99205	838	甜星	2
8	恩佳N	174.87	5544.09	1845.35	24	94	108.44	170173	1267	阿卡丽	3
9	陈洁kiki	400.23	5495.08	1795.19	17	115	74.13	242167	1540	宇佑文化	-5
10	祖艾妈	267.75	4314.44	1616.98	20	188	94.36	171362	1031	未签约	-2

资料来源：淘宝直播、直播眼、达人记、中信证券研究部数据科技组

3 现象主播回顾：薇娅VS李佳琦，变与不变

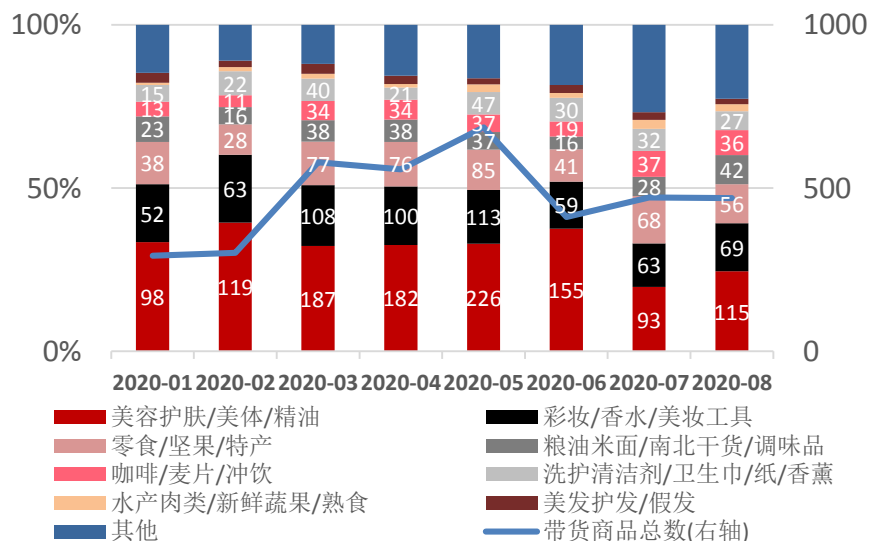
- **薇娅viya带货品类结构稳定、均衡发展：**8月淘宝直播数据显示，薇娅viya前三大带货品类分别为女装/女士精品、零食/坚果/特产和美容护肤/美体/精油，合计占比约为34.69%左右，CR3小幅回升且三种品类分布均衡。总体而言，薇娅带货品类结构已趋于均衡，8月共带货761件，环比减少4.16%。
- **李佳琦Austin在稳扎护肤彩妆领域的同时向其他多品类带货扩展：**8月淘宝直播数据显示，美容护肤/美体/精油较上月提升4.78pct，与此同时，CR3回升至51.13%，但李佳琦仍坚持在多元化品类结构的战略上不断前进。李佳琦8月共带货469件，环比减少4.25%。

1-8月薇娅直播带货主要品类占比及月度带货量



资料来源：淘宝直播、直播眼、中信证券研究部数据科技组

1-8月李佳琦直播带货主要品类占比及月度带货量



资料来源：淘宝直播、直播眼、中信证券研究部数据科技组

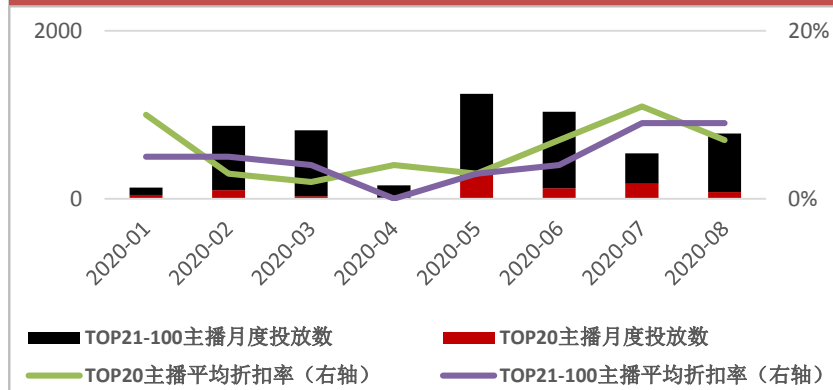
注：李佳琦直播带货数据源于李佳琦Austin账号的每日直播带货商品，薇娅直播带货数据源于薇娅viya账号的每日直播带货商品。

4. 细分行业带货产品明细附注——核心品牌带货情况

- I. 美妆护肤
- II. 家电
- III. 休闲食品
- IV. 生活用纸
- V. 黄金首饰

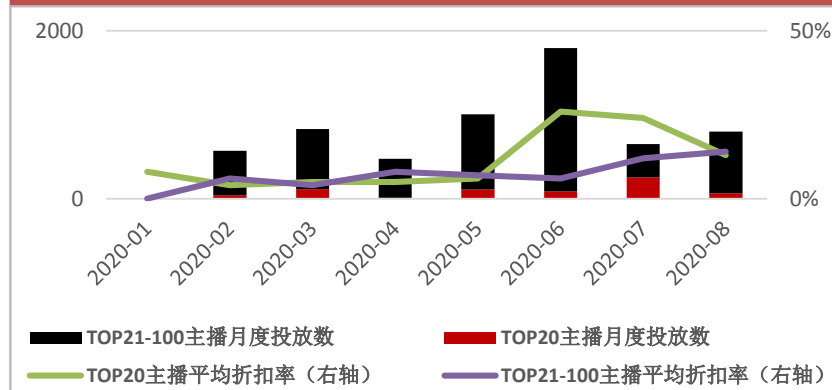
美妆护肤：国外护肤美妆大品牌在头部主播投放力度有所降低

兰蔻（欧莱雅集团）



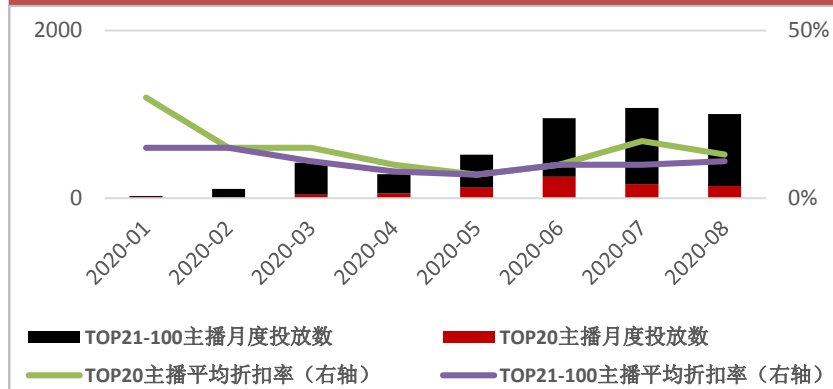
资料来源：淘宝直播、直播眼、中信证券研究部数据科技组

雅诗兰黛



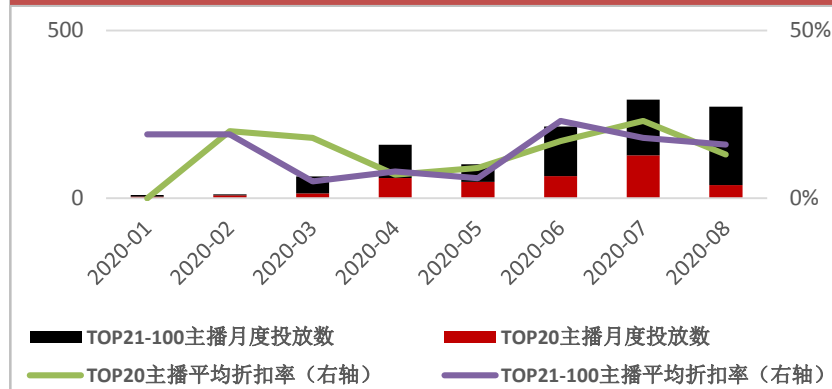
资料来源：淘宝直播、直播眼、中信证券研究部数据科技组

欧莱雅（欧莱雅集团）



资料来源：淘宝直播、直播眼、中信证券研究部数据科技组

资生堂

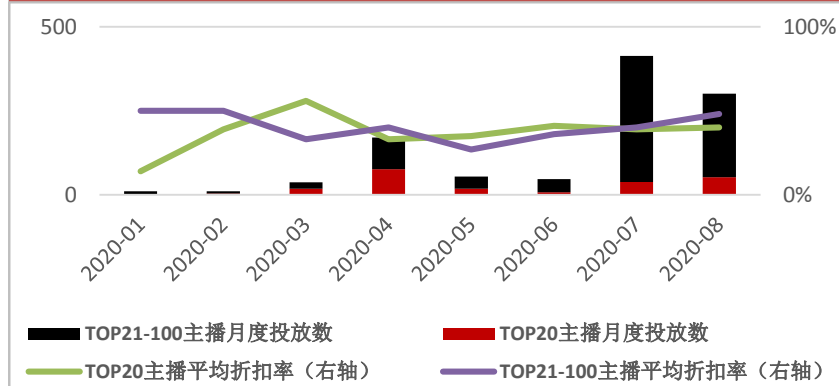


资料来源：淘宝直播、直播眼、中信证券研究部数据科技组

注：仅以TOP100主播带货商品进行计算。

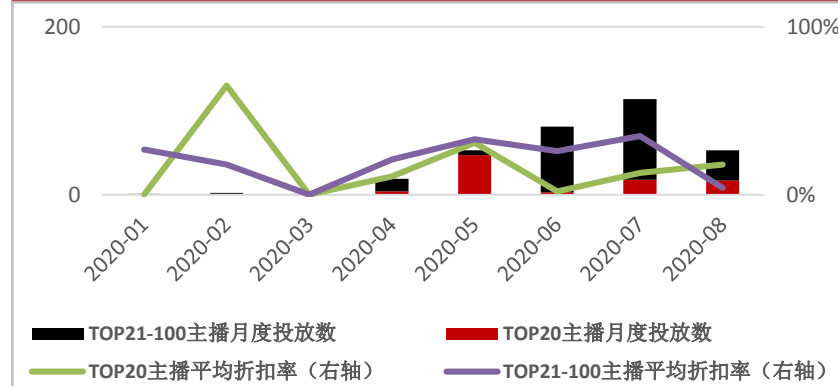
美妆护肤：国内美妆护肤产品平均折扣率较大

珀莱雅



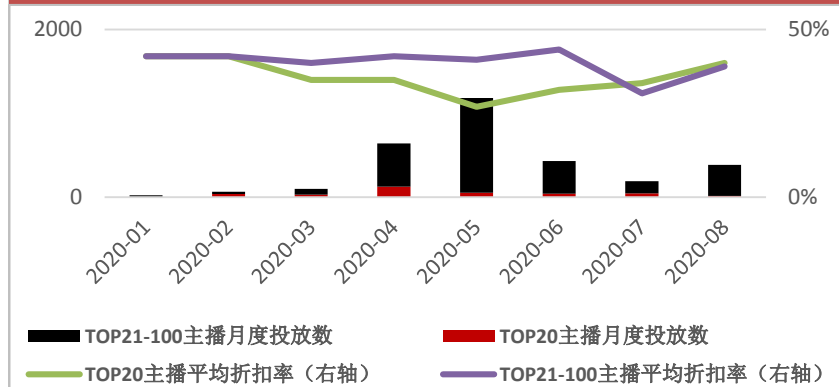
资料来源：淘宝直播、直播眼、中信证券研究部数据科技组

丸美（丸美股份）



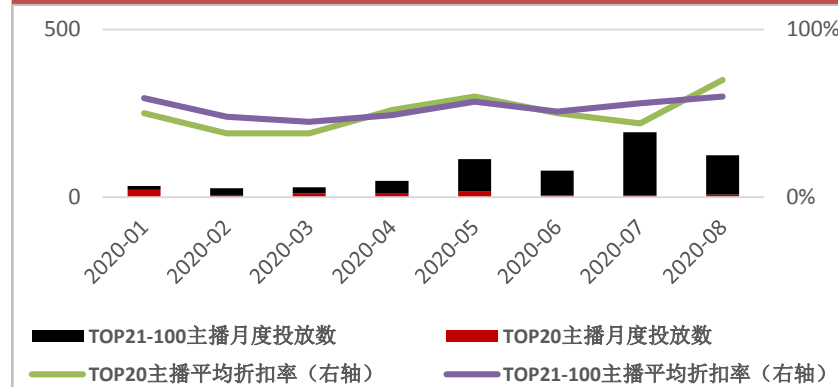
资料来源：淘宝直播、直播眼、中信证券研究部数据科技组

完美日记（广州逸仙——非上市公司）



资料来源：淘宝直播、直播眼、中信证券研究部数据科技组

半亩花田（济南君姿玫瑰——非上市公司）

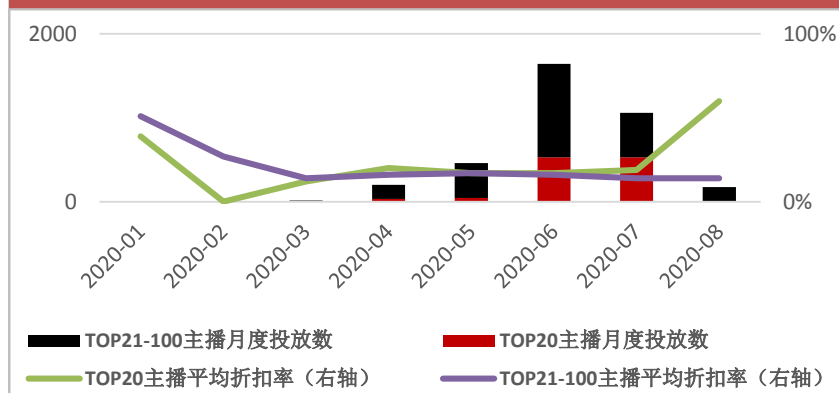


资料来源：淘宝直播、直播眼、中信证券研究部数据科技组

注：仅以TOP100主播带货商品进行计算。

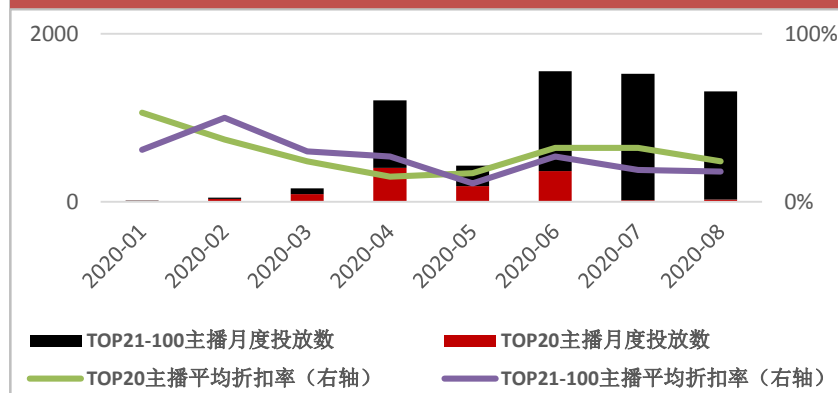
家用电器：家电行业更偏好于投放腰部主播

格力（格力电器）



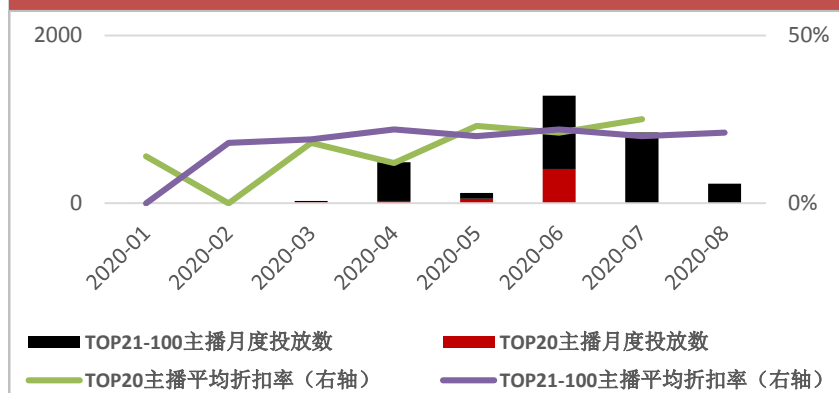
资料来源：淘宝直播、直播眼、中信证券研究部数据科技组

美的（美的集团）



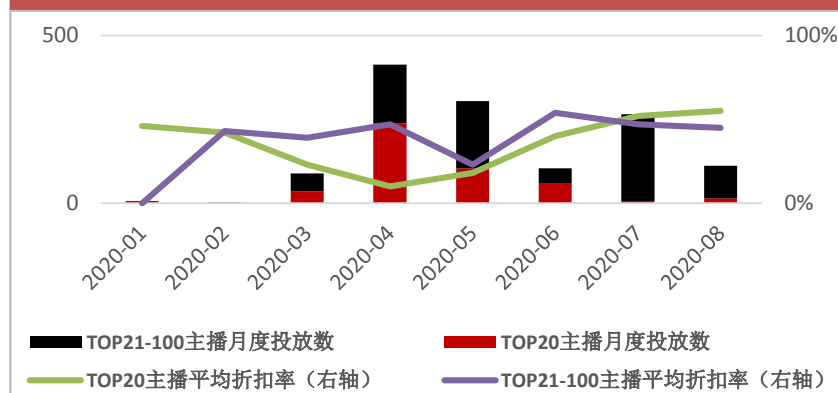
资料来源：淘宝直播、直播眼、中信证券研究部数据科技组

海尔（海尔智家）



资料来源：淘宝直播、直播眼、中信证券研究部数据科技组

苏泊尔

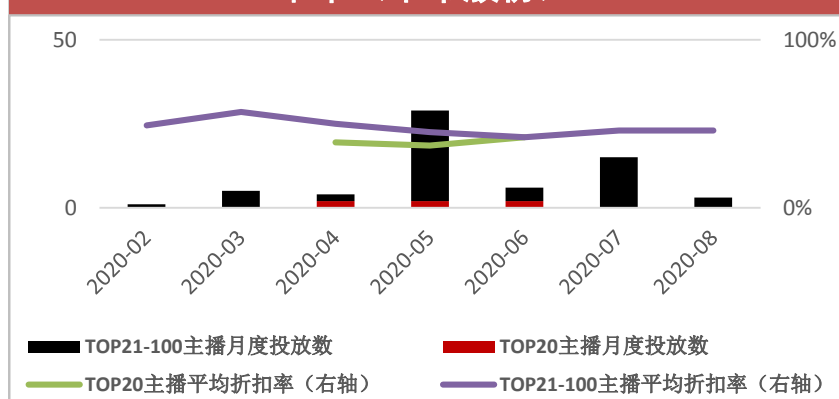


资料来源：淘宝直播、直播眼、中信证券研究部数据科技组

注：仅以TOP100主播带货商品进行计算。

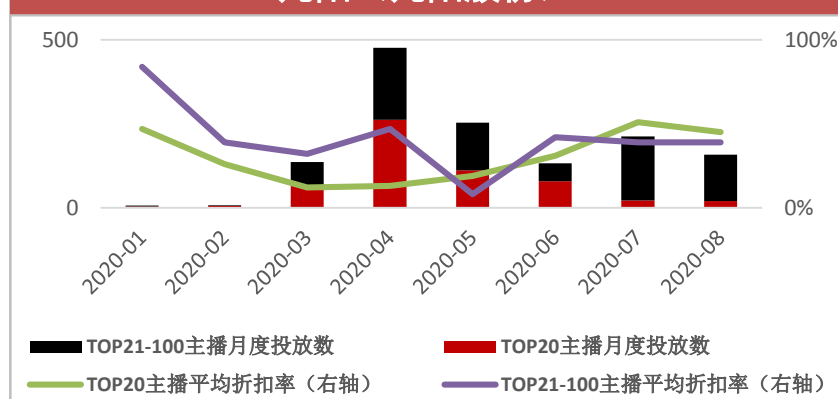
家用电器：美菱投放量显著增长，其他家电品牌投放量均有所下降

华帝（华帝股份）



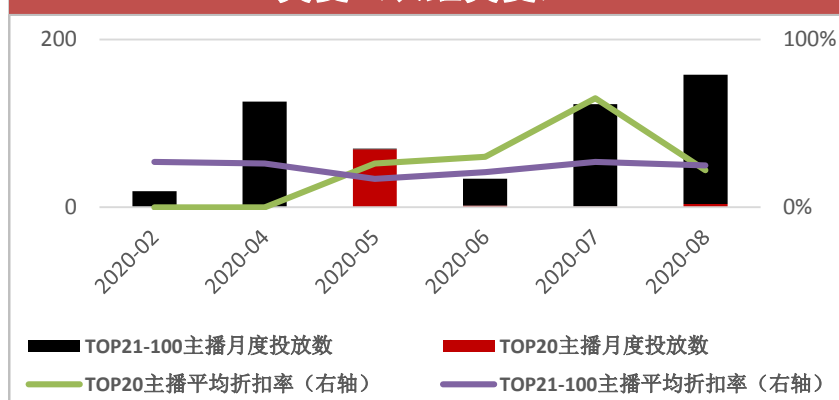
资料来源：淘宝直播、直播眼、中信证券研究部数据科技组

九阳（九阳股份）



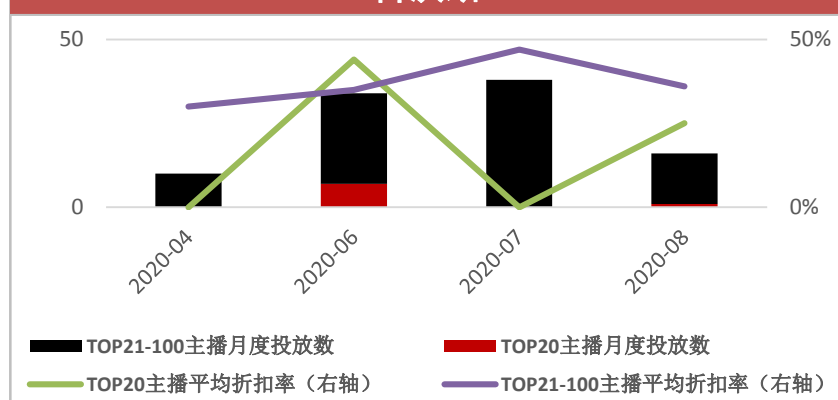
资料来源：淘宝直播、直播眼、中信证券研究部数据科技组

美菱（长虹美菱）



资料来源：淘宝直播、直播眼、中信证券研究部数据科技组

科沃斯

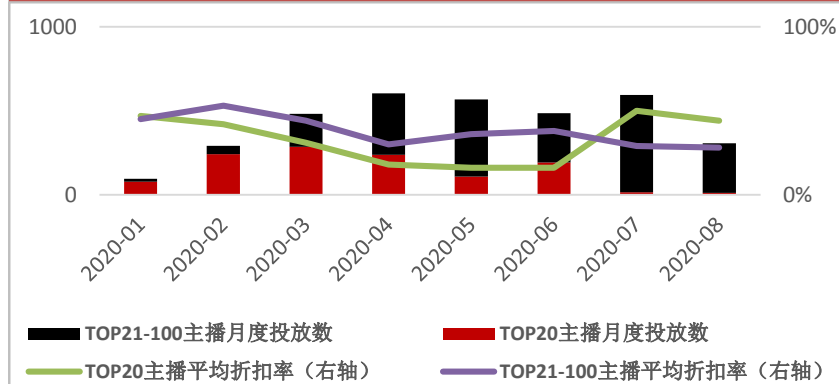


资料来源：淘宝直播、直播眼、中信证券研究部数据科技组

注：仅以TOP100主播带货商品进行计算。

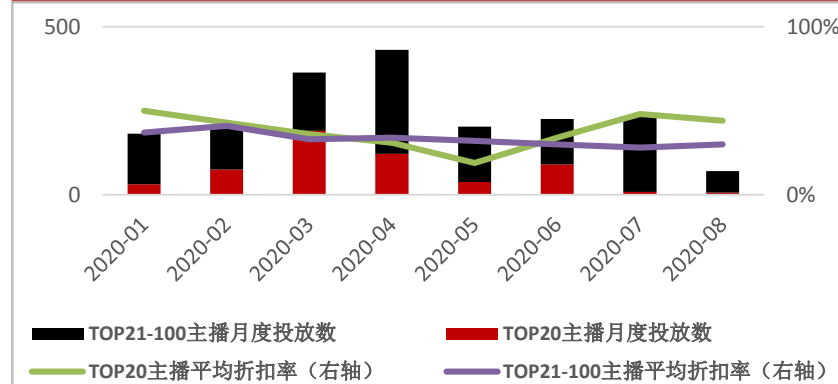
休闲食品：盐津铺子加大头部主播投放量，且折扣率显著提升，8月营销热度高

三只松鼠



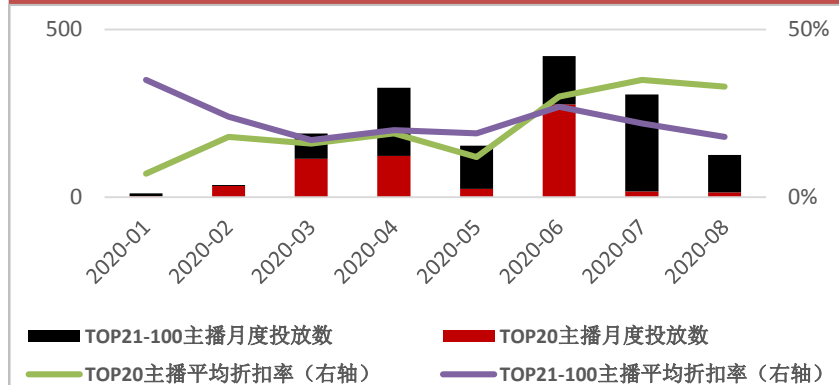
资料来源：淘宝直播、直播眼、中信证券研究部数据科技组

百草味



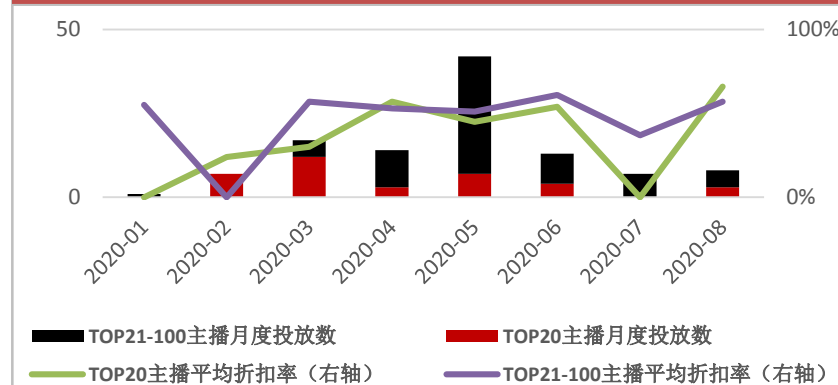
资料来源：淘宝直播、直播眼、中信证券研究部数据科技组

良品铺子



资料来源：淘宝直播、直播眼、中信证券研究部数据科技组

盐津铺子

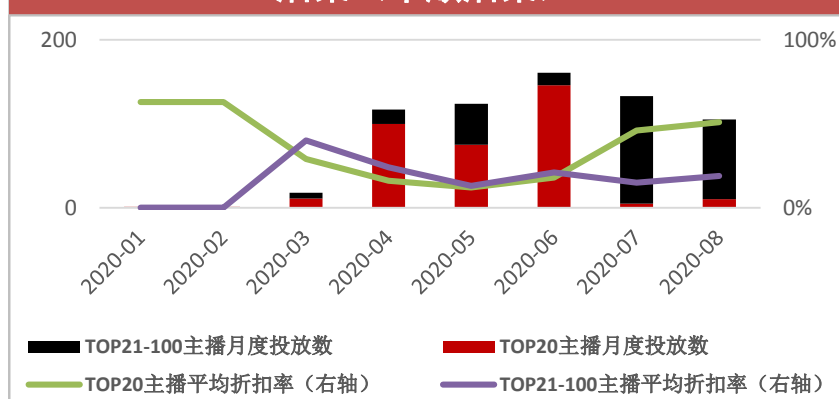


资料来源：淘宝直播、直播眼、中信证券研究部数据科技组

注：仅以TOP100主播带货商品进行计算。

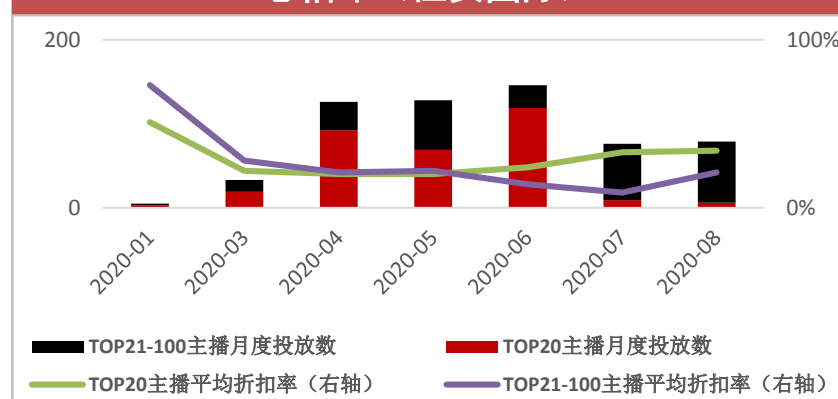
生活用纸：除心相印外，其他纸品公司8月投放量均有所回落

洁柔（中顺洁柔）



资料来源：淘宝直播、直播眼、中信证券研究部数据科技组

心相印（恒安国际）



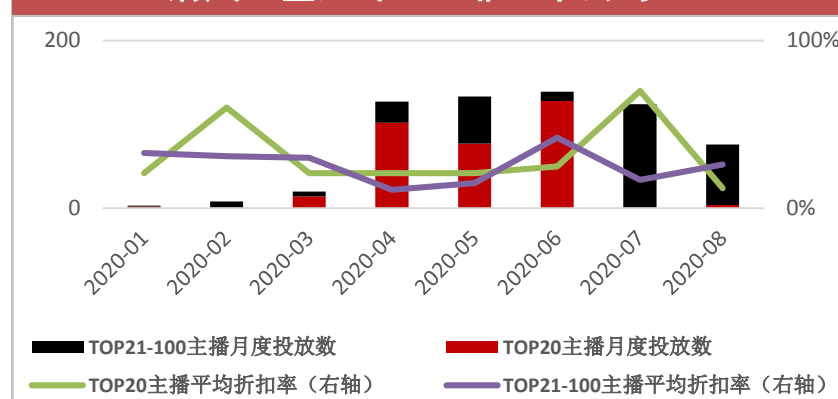
资料来源：淘宝直播、直播眼、中信证券研究部数据科技组

维达（维达国际）



资料来源：淘宝直播、直播眼、中信证券研究部数据科技组

清风（金红叶——非上市公司）

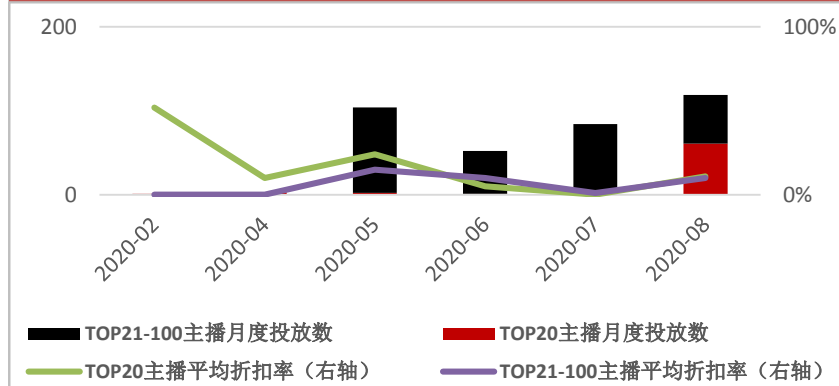


资料来源：淘宝直播、直播眼、中信证券研究部数据科技组

注：仅以TOP100主播带货商品进行计算。

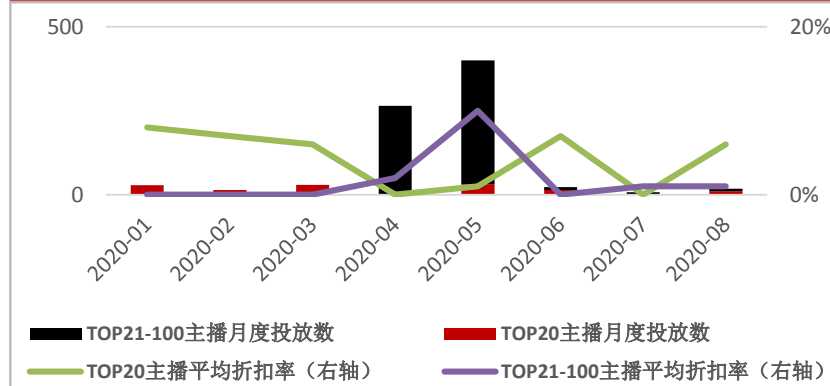
黄金首饰：即将进入黄金饰品销售的金九银十，老庙、周大福首先启动营销预热

老庙（豫园股份）



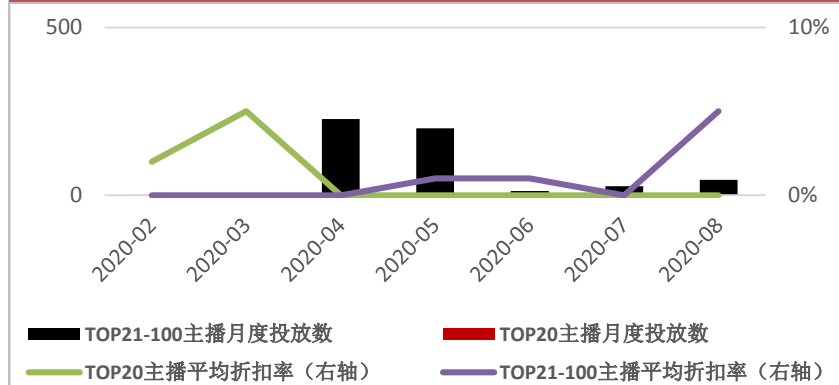
资料来源：淘宝直播、直播眼、中信证券研究部数据科技组

周大生



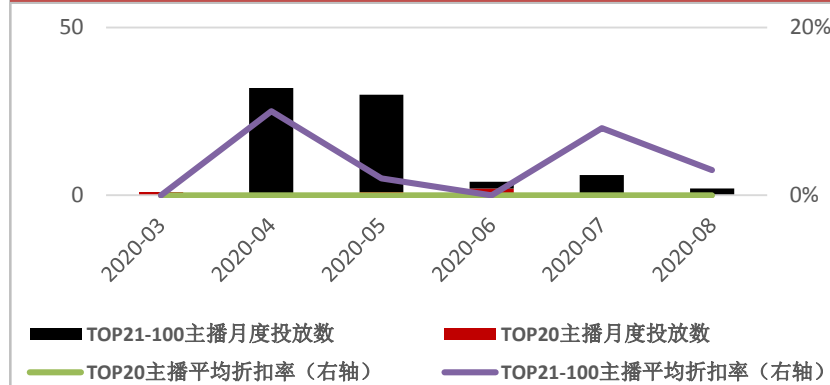
资料来源：淘宝直播、直播眼、中信证券研究部数据科技组

周大福



资料来源：淘宝直播、直播眼、中信证券研究部数据科技组

周六福

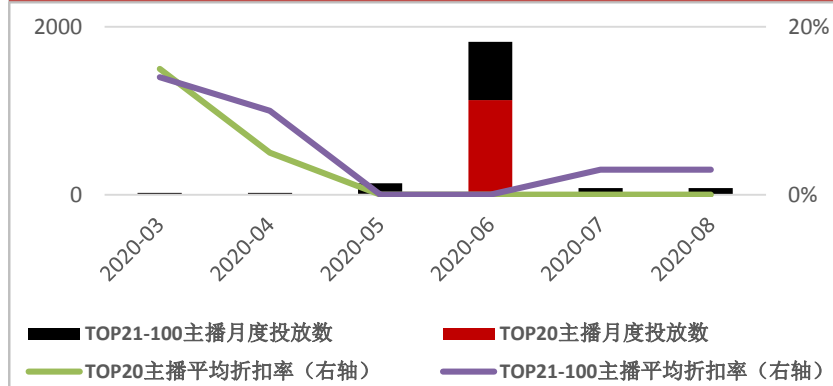


资料来源：淘宝直播、直播眼、中信证券研究部数据科技组

注：仅以TOP100主播带货商品进行计算。

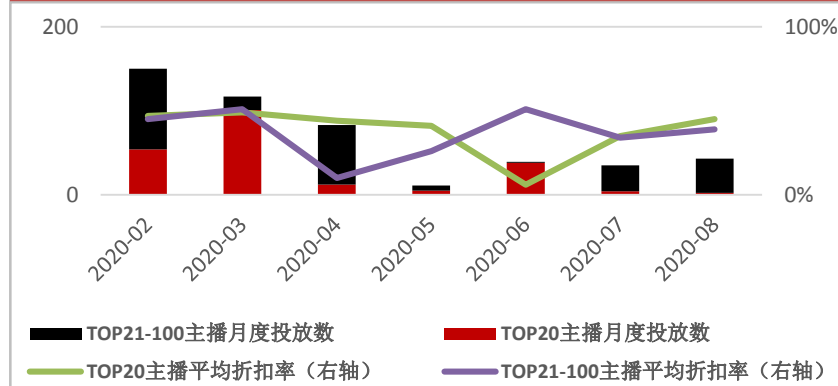
品牌服饰：8月品牌投放力度有所分化，但均偏好于腰部主播

海澜之家



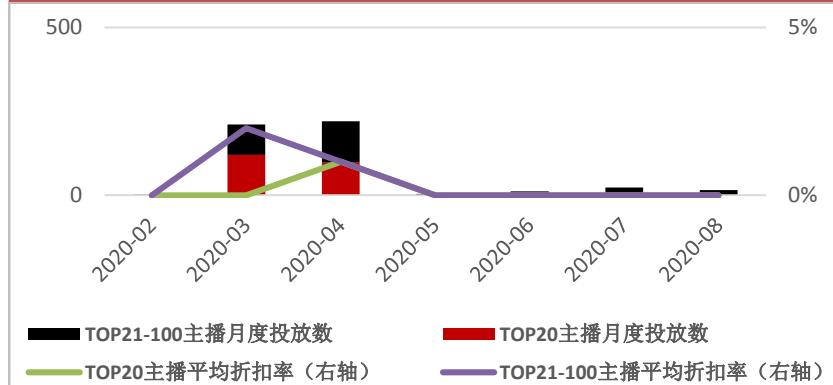
资料来源：淘宝直播、直播眼、中信证券研究部数据科技组

太平鸟



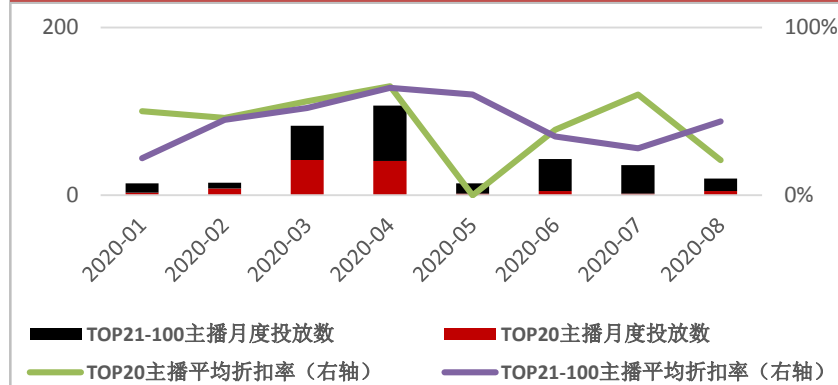
资料来源：淘宝直播、直播眼、中信证券研究部数据科技组

优衣库



资料来源：淘宝直播、直播眼、中信证券研究部数据科技组

南极人（南极电商）



资料来源：淘宝直播、直播眼、中信证券研究部数据科技组

注：仅以TOP100主播带货商品进行计算。

5. 风险因素

- 政策监管趋严风险
- 直播电商进度不达预期风险
- MCN机构竞争加剧风险



感谢您的信任与支持！

THANK YOU

张若海（数据科技组首席分析师）

执业证书编号：S1010516090001

免责声明



分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：（i）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；（ii）该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或 CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dahmal House 8层；电话号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的IN200001735，作为商人银行的INM00010619，作为研究分析商的INH00001113）；在印度尼西亚由PT. CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例》（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券2020版权所有。保留一切权利。